

汇川技术 (300124)

联合动力 IPO 获得受理, 第三方电驱动龙头释放盈利弹性【勘误版】

2025 年 01 月 03 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	23008	30420	37561	46066	54585
同比 (%)	28.23	32.21	23.47	22.64	18.49
归母净利润 (百万元)	4320	4742	5028	6012	7177
同比 (%)	20.89	9.77	6.04	19.56	19.39
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.60	1.76	1.87	2.23	2.67
P/E (现价&最新摊薄)	35.09	31.96	30.14	25.21	21.12

投资要点

- **事件: 子公司联合动力 IPO 获得深交所受理。**联合动力拟发行不超过 7.1 亿股, 占发行后总股本的 10%~25% (当前股权结构为汇川技术持股 95%, 两个员工持股平台合计持股 5%)。拟募资 48.6 亿元, 投入“新能源车核心零部件生产建设”等项目 (总投资额 66.9 亿元)。
- **收入跨越式增长、多层次产品同步快速发展、领军地位显赫。**联合动力营收逐年跨越式增长, 24Q1-3/2023 年为 104/94 亿元, 同+96%/79%, 21-23 年 CAGR 达 80%。同时, 联合动力占汇川技术收入比重由 21 年 16% 增长至 24Q1-3 的 41%, 利润占比约 13% (24H1)。产品结构方面, 联合动力构建多层次部件架构, 系统级、组件级、模块级产品同步快速发展, 24H1 电驱/电源系统销量达 134/37 万台, 收入 51.4/8.8 亿元, 占比达 85%/15%。根据 NE 时代, 24H1 联合动力电控产品份额约 11%, 居国内第三方第 1 (总排名第 2); 驱动总成/电机/OBC 份额 5.9%/4.7%/4.6%, 排名第 4/5/8。
- **扭亏后盈利大幅增长、平台化&规模效应有望拉升远期净利率。**联合动力 24H1/2023 年毛利率为 16.0%/14.6%, 24H1/23/22 年归母 2.8/1.9/-1.8 亿元, 24H1 净利率 4.7%。联合动力依靠构建模块化研发平台及规模效应摊薄费用, 24H1/23/22/21 年期间费用分别为 6.0/9.5/8.0/5.5 亿元 (其中研发费用分别为 4.1/6.3/5.7/3.9 亿元), 期间费用率由 21 年的 19.1% (研发费用率 13.5%) 下降为 24H1 的 9.9% (研发费用率为 6.7%, 研发费用大幅下降主要系前期大规模研发投入期已过, 研发人员增速下降), 我们预计远期净利率有望提升。
- **看好新客户&新车型贡献增量、预计 25 年收入增势延续。**客户结构方面, 24H1 联合动力前五大客户为理想、广汽、奇瑞、长安、吉利, 收入占比为 33.2%/14.0%/6.8%/6.4%/6.0%, 其中理想占比较 23 年+13.2pct, 我们预计系混动产品&新车型放量带动。同时, 联合动力与沃尔沃、Stellantis、大众、奥迪、保时捷、捷豹路虎等海外车企深度合作, OBC 和 DC/DC 已对多个海外品牌批量供货。车型结构方面, 联合动力目前为 170+ 个车型提供动力解决方案, 我们预计增程&插电式占比约 80%。展望 25 年, 理想&小米&奇瑞&广汽新车型有望进一步贡献增量。
- **总资产&净资产稳健增长、负债率向好。**截至 24H1, 联合动力总资产/净资产达 129.7/41.7 亿元, 较 23 年+6.8/2.9 亿元。24H1/23/22/21 年资产负债率为 67.9%/68.5%/65.3%/70.4%, 整体稳健向好。
- **盈利预测与投资评级:**我们维持公司 24-26 年归母净利润 50.3/60.1/71.8 亿元, 同比+6%/+20%/+19%, 对应现价 PE 分别 30 倍、25 倍、21 倍, 给予 25 年 35 倍 PE, 目标价 78.1 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.30
一年最低/最高价	39.17/74.94
市净率(倍)	5.70
流通 A 股市值(百万元)	128,410.95
总市值(百万元)	151,573.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.88
资产负债率(% LF)	49.29
总股本(百万股)	2,692.25
流通 A 股(百万股)	2,280.83

相关研究

《汇川技术(300124): 联合动力 IPO 受理, 第三方电驱动龙头释放盈利弹性》

2025-01-02

《汇川技术(300124): 2024 年三季度报点评: 工控进入底部区间, 新能源车持续超预期》

2024-10-29

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31,247	37,616	45,480	54,143	营业总收入	30,420	37,561	46,066	54,585
货币资金及交易性金融资产	9,159	9,982	11,986	14,825	营业成本(含金融类)	20,215	26,164	32,536	38,501
经营性应收款项	15,107	17,766	21,493	25,529	税金及附加	197	199	244	289
存货	6,248	9,004	10,984	12,649	销售费用	1,943	2,103	2,395	2,729
合同资产	114	99	136	169	管理费用	1,299	1,615	1,889	2,183
其他流动资产	620	764	881	971	研发费用	2,624	3,343	3,916	4,585
非流动资产	17,710	17,399	19,012	20,694	财务费用	1	30	24	(4)
长期股权投资	2,459	3,109	3,859	4,709	加:其他收益	729	714	760	791
固定资产及使用权资产	4,855	5,524	7,151	8,307	投资净收益	420	282	415	382
在建工程	1,968	2,169	1,216	730	公允价值变动	263	180	220	200
无形资产	797	886	956	1,010	减值损失	(554)	(100)	(160)	(225)
商誉	2,161	2,221	2,261	2,286	资产处置收益	0	113	5	57
长期待摊费用	203	246	289	332	营业利润	5,001	5,295	6,301	7,505
其他非流动资产	5,267	3,244	3,281	3,321	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)
资产总计	48,958	55,015	64,492	74,838	利润总额	5,000	5,292	6,298	7,502
流动负债	19,644	22,251	26,940	31,604	减:所得税	225	238	252	285
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,881	1,323	1,277	1,263	净利润	4,776	5,054	6,046	7,217
经营性应付款项	12,311	14,202	18,072	21,789	减:少数股东损益	34	26	35	40
合同负债	871	994	1,253	1,535	归属母公司净利润	4,742	5,028	6,012	7,177
其他流动负债	4,581	5,732	6,338	7,017	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.76	1.87	2.23	2.67
非流动负债	4,313	3,771	3,640	3,527	EBIT	4,353	4,137	5,086	6,296
长期借款	2,345	1,887	1,831	1,786	EBITDA	5,004	4,910	6,088	7,490
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.55	30.34	29.37	29.47
租赁负债	87	87	87	87	归母净利率(%)	15.59	13.39	13.05	13.15
其他非流动负债	1,881	1,797	1,722	1,654	收入增长率(%)	32.21	23.47	22.64	18.49
负债合计	23,957	26,022	30,580	35,131	归母净利润增长率(%)	9.77	6.04	19.56	19.39
归属母公司股东权益	24,482	28,448	33,333	39,087					
少数股东权益	519	545	579	619					
所有者权益合计	25,001	28,992	33,912	39,706					
负债和股东权益	48,958	55,015	64,492	74,838					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,370	2,954	5,311	6,672	每股净资产(元)	9.15	10.64	12.47	14.62
投资活动现金流	(454)	(184)	(2,207)	(2,426)	最新发行在外股份(百万股)	2,692	2,692	2,692	2,692
筹资活动现金流	(323)	(2,305)	(1,373)	(1,622)	ROIC(%)	15.28	12.83	14.07	15.15
现金净增加额	2,573	466	1,730	2,624	ROE-摊薄(%)	19.37	17.68	18.04	18.36
折旧和摊销	651	773	1,002	1,194	资产负债率(%)	48.93	47.30	47.42	46.94
资本开支	(1,505)	(1,617)	(1,739)	(1,860)	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.96	30.14	25.21	21.12
营运资本变动	(2,043)	(2,502)	(1,345)	(1,412)	P/B (现价)	6.16	5.29	4.52	3.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>